

今川嘉文著

## 『投資取引訴訟の理論と実務』

(中央経済社, 2011年)

砂田太士

## 1 はじめに

本書は、従来より、証券取引、商品先物取引等の金融商品取引を研究している著者が、研究者および弁護士として、投資取引訴訟において検討しなければならない事項について、理論面での問題として、さらに実際の事件での問題としてとらえ、基礎的なことから、訴訟で争われている問題点の内容とその対応について検討してまとめたものである。

## 2 本書の問題意識

証券取引所に上場している株式を売買する、穀物の先物取引を行う等、金融商品取引・商品先物取引等については、日頃の生活における取引と異なり、一般の投資家が、直接、取引相手との間で取引をすることは、例えば、友人からその所有している株式を直接購入すること等の例外を除き、皆無である（もちろん、例えば証券取引所に上場している株式の買い付けのように、資格がなければそれを取引所にて売買する権限を有する者を介さない限り、一般の投資家は購入することができない）。このような場合

に重要な役割を果たすのが、金融商品取引業者でありまた商品取引業者である（以下、総称して「専門業者」という）。

製造された商品を、自分の目で見えて確かめ、それを購入するような取引とは違い、金融商品取引・商品先物取引等は、いずれも「数字」を介在として成り立つ商品であり、その内容は複雑多岐にわたっている。このことは、ある株式を購入するにあたり、現在の株価が当該会社の株価としては高いのか・安いのか、さらに株価が将来の株式保有期間を考えたときに上昇するのか・下降するのか等々を判断する際には、企業価値はじめ数字で表された情報とその判断情報の大半を占めること、さらにデリバティブ取引の類いを考えると、「数字」の示す情報がほとんどであることは理解しやすいであろう。このような取引については、その複雑多岐な商品設計であることから、数字を判断するためには、その数字の意味、さらにどのようにして考えられた数字なのか、数字の背景は何か等、一般投資家では理解できないことが多く、そのために専門家の知識が必要となる。これを行うのが、専門業者であり、一般投資家はこれらの専門業者を信頼して、かかる取引を行っているといってもよい。

金融商品取引・商品先物取引等については、専門業者の問題としてとらえて検討すれば解決するようなものではない。このような取引には、株式を発行している会社、金融商品を設計して販売している会社、さらに株式を購入してある株式会社を買収したいと考える者（TOBやMBOを考えている者）等々、取引を取り巻く環境には、多くの関係者がいる。そこには、「数字」としての価値を計算して判断する材料を提供した会社の財務内容をチェックする会計士（公認会計士・監査法人）等の、取引の目安となる情報に関係する者もいる。これらの者および専門業者と一般投資家との間では、質量ともに情報に関する差があり、また情報の理解・処理に関する能力にも差がある。しかも説明についても—それがかかる者からの直接の説明のみならず、パンフレットをはじめとする文書・インターネットの表示等における説明についても—、一般の投資家にとっては専門用語ばかりで理解できないことが多々ある。これらのことは、まさに、両者の間に紛争の種となるような事例が多くあることを示している。

そこで本書は、金融商品取引・商品先物取引等における、一般投資家と専門業者との間で争われた訴訟を中心に、専門業者のみならず先に述べた関係者も含めて、これらの事件の元となる問題点、さらにこれらの問題を解決するための前提となる各問題点の本質を法的観点から述べ、そこから争われた問題点をどのように考えるのかを提示している。紛争の解決ではなく、むしろ紛争が生じないようにするために、「誰が」、「何を」、「どうするのか」を明らかにするものである。

### 3 本書の構成と概要

本書は、第1章から第10章までで構成されているが、そのうち第1章と第2章を併せると、本書の4割近くを占めている。このことは、基礎的な問題点の提示と検討に、これだけの分量を費やしているのである。この基礎的なことのみを読まれても、本書の目指すところの大まかな点をカバーできる。さらに実際の投資取引訴訟における個別具体的な事項を第3章から第9章において検討し、第10章は、近年よく耳にする「自己責任」について、投資家保護の観点から意見を述べている。それでは、以下に、各章の概要を紹介する（紙幅の都合上、第1章と第2章の基礎的な検討部分の紹介が詳しくなること、予めお断りします）。

#### 第1章「投資行為と規制概要」

この「第1章」は、「第2章」および「第5章」で述べる具体的な事項とともに、なぜ投資行為に規制が必要でどのように規制がなされているかを述べている。

まず、どのような商品があり、それを売買する市場、その投資状況を述べ、さらに投資の複雑さを明確に述べる。また、先に述べた専門業者がする行為のうち、その行為が問題となる具体的な例を示している。これらは、本書の導入部分でありかつ基本的な問題意識を示している。なぜ、多くの法規制が必要となるのかは、ここが出发点である。大まかに紹介すると、投資取引に関わる法規制として、金融商品取引法の行為規制の概要、金融商品取引法の行為規制の分類、商品先物取引法の行為規制、金融商品販売法の契約規制のほか、民法の契約規制お

よび消費者契約法の契約規制についても言及している。また、近年話題となっている未公開株式会社商法の問題点を指摘し、投資家区分（一般投資家と特定投資家）について述べている。これらのことは、本章では、①市場と投資家、②問題となる専門業者の行為、③金融商品取引法の行為規制の概要、④金融商品取引法の行為規制の分類、⑤商品先物取引法の行為規制、⑥民法の契約規制、⑦消費者契約法の契約規制、⑧金融商品販売法の契約規制、⑨未公開株式会社商法の問題点、⑩一般投資家と特定投資家の区分、の10項目に分けて述べられている。

## 第2章「専門業者の行為規制」

本章は、「第1章」で述べた専門業者の問題となる行為を規制している金融商品取引法および商品先物取引法における行為規制を個別詳細に検討し、判例動向、実務上の問題点等を検討する。すなわち、①誠実公正義務、②善管注意義務、③適合性の原則、④不招請勧誘の禁止、⑤勧誘受諾意思の確認義務と再勧誘の禁止、⑥契約締結前の書面交付義務、⑦契約締結と説明義務、⑧情報提供義務と助言義務、⑨断定的判断等の提供の禁止、⑩売買一任勘定取引の規制、⑪広告規制、⑫分別管理義務、⑬最良執行義務、⑭クーリング・オフ、⑮過当取引の規制、である。

いずれの事項も、専門業者と投資家との関係を考えて規制しているのであり、これらの規制が文字通り規制として、全ての専門業者により遵守されれば、紛争は生じないであろう。すなわち、一般の投資家にとっては、市場における取引への参加、既に参加している投資家にとってはその取引行為（売り付け、買い付けのみならず、継続的に専門業者と取引を行っている場

合も含む）において、専門業者が「何ができて」、「何を遵守しなければならない」、また投資家は「どのような保護を受けるのか」が明らかになる事項ばかりである。このために、本章は他の章より多いページ数が割り当てられており（本書の4分の1近くを占めている）、また先に述べたように「第1章」と本章を併せると、本書の4割近くを占めている。著者が、本章（第1章も含めてというのが適切かもしれない）における行為規制を重視し、またここから多くの問題が一般投資家と専門業者との間に生じることを考えれば、このような構成になることは当然のことであり、まさに基本的な事項を検討している。いくつかの例を紹介してみよう。

一般的な義務としての、①誠実公正義務および②善管注意義務は、いずれも後に紹介する個別具体的な義務の基となったり、専門業者としての性格上の義務である。①の義務は金商法36条および商先法213条に定めがあり、③はじめいくつかの個別具体的な義務の基となる義務であるが、②の義務については、専門業者としての性格上、この義務を負う（商法552条2項、民法644条）と同時に、個別具体的にも定められている（例えば、金商法41条2項・42条）。専門業者がこれらの一般的な義務の内容を理解すれば、自ずとその行為・対応は、法令遵守のみならず顧客・一般投資家を考えたものとなる。さらに、個別具体的な義務により、かかる行為・対応はよりいっそう一般の投資家を考えたものとなり、現実問題は別として、そこには専門業者と取引を行う投資家との間で紛争が生じることがないはずである。

個別具体的な行為規制として、③適合性の原則、④不招請勧誘の禁止、⑤勧誘受諾意思の確認義務と再勧誘の禁止、⑥契約締結前の書面交

付義務、⑦契約締結と説明義務、⑧情報提供義務と助言義務、⑨断定的判断等の提供の禁止を紹介する。

③は、専門業者は、「顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれ」が業務にて生じないようする（金商法40条1号）。この条文は、専門業者が顧客ごとにその属性に応じた扱いをすることを要請するものである。当たり前のことであるが、これを行わないこと、例えば、投資をしたこともない高齢者と、以前から取引をしていて投資行為について知識がある者とを同列に扱うことができるのかどうか、という問題への処理である。著者は判例をいくつか紹介しているが、1回限りの取引と継続的な取引とに分けて考えても、専門業者への行政罰は別として、民事責任をどのように考えるかの場面では、近年では増加しているものの私法上の救済があまりなかったとし、判例は、適合性の原則違反は、それ自体は不法行為の故意・過失を直接構成しないがその違反の有無は、不法行為の要件である違法性を判断する材料の一つであるとし、他の要素と併せて違法性を認定しているので、むしろ専門業者と投資家との情報の差を理由に、責任を認める場合があることを指摘している。

④から⑦の義務は、顧客の意思または意思確認に関するものである。④は、必要のないこと、いわゆる「いらぬお世話」となる勧誘の禁止である。勧誘行為は営業として必要な行為であるが、度を越えた勧誘が社会問題にもなった。このようなこともあり、訪問と電話による勧誘を禁止している。これも当たり前のことを

規制している。このことは、⑤の義務—顧客の意思を確認したうえでの取引行為をすることを要請している義務—を前提としているといえる（金商法38条4号・5号、商先法214条7号・5号）。相手方の意思を確認せず一方的に勧誘すると、その場を早く切り上げたいと思う顧客は、思わず本心とは逆の判断（断りたいのに断る機会を与えられないので、思わず受け入れてしまった）が生ずるし、曖昧な確認、確認をしたのにそれを無視して勧誘される場合にも、同じような状況が生ずる。⑥と⑦は、情報の問題である。もっとも⑥は⑤ともつながる。⑥は、意思確認をするために情報を得なければならず、何も知らないで承諾することはない。専門業者自身のみならず、投資取引行為の注意点等を説明することを書面により示すことに関する検討、⑦は説明の範囲と根拠、相手方たる顧客の理解度を確認しなければ、これもルールがあってないことになってしまう。④から⑦は、投資家を保護する基本的な行為規制であるとの立場から、著者はこれらを検討している。

⑧と⑨も関連しているといえる。すなわち⑧の情報の提供義務では、専門業者と顧客との情報の質と量の差から専門業者による情報提供が必要であり、これにより投資判断を考えることになる。一方、助言はまさに顧客の意思の形成または判断にかなり踏み込むことができるので、助言義務はそれに基づく意思決定が適正に行われるようするものと述べる。⑧に関しては金融機関の例があげられているが、学説を踏まえた検討は興味深い。⑨は、「この株は絶対に儲かりますよ」と述べることは、市場のある商品にとっては、まさに先が見えないことを述べるだけである。しかし専門家がこのこと発したら、顧客はその言を信じて疑わないであろう。

その結果は、損失を被るといふ、顧客を欺く行為である。⑧を推し進めれば、⑨のような行為に達することにもなり、専門業者としての責任が生じ得ることを指摘する。

紹介しなかった項目も含めたこれらの13の個別具体的な行為は、先にも述べたように誠実公正義務および善管注意義務を専門業者がきちんと履行していれば、実は、設けなくてもよい規制ともいえる。この点で、著者がこれらの行為を詳細に検討する意図がうかがえる。規制は必要であるが、専門業者が専門業者としての義務を果たしていないから個別具体的な行為を規制せざるを得ず、また顧客の側からも、具体的に専門業者が何をしてくれるのか、それは専門業者の義務であるか否かも理解できる。

### 第3章「投資取引の資料開示」

本章は、投資取引の資料開示について、商品先物取引における専門業者の勧誘と開示書類、取引過程の情報開示のあり方、開示規制違反と商品先物取引業者の責任について検討しているが、例えば、契約にかかる書面の交付、取引報告書を含めた開示について述べ、とくに商品先物取引では、証拠金の記載が実際の預け金とは異なる場合があることを指摘している。

### 第4章「不合理な取引手法」

本章では、金融商品取引および商品先物取引において、不合理な取引手法（例えば、手数料不抜け取引、ナンピン買い、短期乗換売買等）を丁寧に説明し、これらの手法にどのような問題があるのか、違法性はあるのか等、具体的な事例に基づき検討している。そこでは、専門業者が利益を得ることと投資家が被る損害を検討し、誠実義務・善管注意義務にも言及し、専門

業者の行為について改めて問題点を指摘している。

### 第5章「デリバティブの規制」

「第5章」は、デリバティブ取引について、取引の概要・種類、先物取引、スワップ取引、オプション取引、さらに通貨オプション取引を詳細に検討している。デリバティブという、まさに現実に物を取引するのと異なり、現物取引から派生した金融商品取引であるデリバティブは「数字」の取引であることから、わかりやすい言葉、わかりやすい事例を用いて説明し、そこにおける投資家にとっての危険性を指摘している（例えば、通貨オプション）。

### 第6章「上場株式の取引と損害論」

本章は、上場株式の発行会社の不実開示と損害論について、多数の先駆的判例が集積する米国法とを比較して検討している。さらに近年注目されている株式の非上場化（MBO）についても、米国法と比較して検討している。そこでは、市場の規制、上場株式の評価、損害賠償額の算定等が検討されている。

上場会社の行った情報開示は、その会社の姿を示すものでなければ、その情報（とくに数字）を信頼して投資をすることができないことは言うまでもない。逆に言えば、上場会社は、真の姿を示すからこそ、上場会社なのである。不特定多数の投資家がいることを考えれば、このことも実は当たり前のことである。市場の信頼を基に、市場で安心して取引ができる。不実開示はじめ、詐欺的な行為をすることを厳しく律してきた米国の判例は、大変有益な示唆をもたらす。著者はこの点を理解した上で、米国におけるいくつかの判例を取り上げ、とくに民事

責任について精査している。また、日本における判例（西武鉄道，ライブドア）も取り上げる。これらの検討では，会社を取り巻く関係者としての会計士についても言及されている。実際に会社の数字の問題となると，その任を担うのは会計士である。会計士がしっかりとしていると，数字を信ずることができ，この限りにおいて会社の信頼を確保することになり，ひいては市場の信頼へとつながる。そこで，会計士の責任を論じている。さらにMBOによる非公開化については，市場からの撤退であるが故に，価格の問題が重要であり，このことは退出を余儀なくされる株主にとっては，まさに自己の権利が喪失することへの対価の問題である。著者は，会社の提供する情報を信頼して取引を行う以上，「取引的不法行為における信頼の原則からすれば，少なくとも顧客の取引については，投資の自己責任原則が問われるべきではない」と述べる。

#### 第7章「投資取引と過失相殺」

本章は，投資取引と過失相殺について，問題点の所在はどこにあるか，過失相殺法理の検討（英米法を含む），日本における判例の検討等により，過失相殺の不合理さを主張する。投資取引から損害が生じたときには，専門業者の民事責任を認める一方，過失相殺により賠償額を減額することで対応している。そこでの過失相殺の率をどのように考えるのか。実はここに大きな問題がある。すなわち顧客の落ち度をどのように考えるのかであるが，著者は，専門業者たる者の立場と顧客の立場を考えて判断すべきであり，その場合には専門業者の立場がどのようなものであるのかを考え，過失相殺をすべきではない場合を主張する。

#### 第8章「信託義務法理と投資家保護」

本章は，標題について，米国における法規制・判例を検討している。信託法理，信託義務関係が展開されてきた米国では，これらの展開により投資家を保護している。信託または信託関係というなじみのない分野・用語が登場するが，そこでの中心は，専門家たる者が専門家としてどのように行為をすべきであるのかを示すことであり，専門業者はまさにあるべき姿をここに見ることができるであろう。

#### 第9章「専門業者の破綻と投資家保護」

本章は，専門業者の破綻の際に，どのように投資家を保護すべきかを考察する。わが国においてもバブル崩壊後に大手証券会社が，そして最近では米国におけるリーマン・ショック等，専門業者の破綻が目につく。これらの破綻の例および裁判例を検討し，破綻を予防することの重要性とそのため種々の制度とその機能，さらに専門業者自身の対応について指摘する。

#### 第10章「投資家保護と自己責任原則」

本章では，専門業者の立場との関係から，投資家保護と自己責任原則のあり方を提案している（自衛能力のない一般投資家への過大な自己責任を問うべきではないと述べる）。

### 4 おわりに代えて

本書を読んでもみると，先述のとおり，第1章および第2章という基礎的な検討と第3章以下における判例を中心とした個別具体的な検討に分けられ，これらが相まって，理論面と実務面における著者の意見・提言が述べられている。さらに，次のような点を指摘することができ

る。

本稿の「2 本書の問題意識」において、筆者なりに本書を読んで、著者が本書において「専門業者」および投資取引に関係する者と投資家との間で生ずる紛争について、基礎的な行為規制を含めて詳細に検討して述べていることは、紛争の解決ではなく、むしろ紛争が生じないようにするために、「誰が」、「何を」、「どうするのか」を明らかにするものである旨を述べた。本書では、一読されると、例えば、投資家の自己責任に関する記述が、章の見出しとしては第10章にあるものの、その他の章においても関係する箇所では必ず出てくる。すなわち、投資家の自己責任のみならず、重要な問題・事項については、本書を横断して必要な箇所を検討がなされているのである。このことは、専門業者の側からすると、どの場面ではどのような行為規制を考えるのか、さらに顧客保護を考えるのか等を理解でき、投資家にとっても、どの場面で専門業者がどのように投資家自身を扱うのかを理解することができるのである。

判例のみならず、具体的な事例をふんだんに取り入れており、「数字」の取引であるこれらの取引について、わかりやすい例を挙げて説明しているので（とくに、第4章「不合理な取引手法」の各事例、第5章「デリバティブの規制」におけるデリバティブの種類など）、一般の投資家にとっては難しい用語を知らずとも、その内容を理解することができる。しかも、各章における問題点も把握しやすく、それゆえに、専門業者から一般投資家まで、たとえ、関心のある章、事項等のみを読む場合でも、その箇所を理解することが容易である（例えば、第7章）。

また注の豊富さにも注目していただきたい。

各章において、単元（「第1・・・」、「第2・・・」、・・・）の末尾ごとに、注が述べられている。論文・著書の引用箇所、判決の紹介と検討等、本来、注にて示すことがきちんと記述されていることは言うまでもない。むしろ注で注目していただきたいのは、本文を述べるために必要となる事項の引用箇所であっても、意見の形成過程がうかがえる箇所、紛争の種となるような事実、判例の紹介でも事実関係を時系列に示し、また行為規制の内容または関係法令の内容または概要等、本文を補強・補充するとともに、文献の豊富さもあり、関心のある箇所を徹底的に調べてみたい、研究してみたいと思った方には、注を丹念に読まれることをお勧めする。注がたくさんあるという意味での豊富さのみならず、内容が充実しているという意味でも豊富である。

もちろん、旧証券取引法の母法ともいえる米国における証券諸法の規制および事件の検討は、わが国における今後の投資取引訴訟のみならず、法規制の在り方にも有益な示唆を与えるであろう。

第10章での記述が少ないことについては、当該項目については横断的に解説がなされていることを既に指摘したが、著者は、この短い章を専門業者への警告としているのではないだろうか。すなわち、専門業者が投資家の自己責任を主張する前に、自ら何をなすべきかということである。著者が本書で主張している投資家保護のスタンスからの検討が今後もなされ、いずれの日にか、この短い第10章の続きまたは第10章を土台とした研究成果の公表がなされるものと期待している。このことは、きっと本書を読んだ方々が思うことであろう。本書は、専門業者にも、一般投資家にも、さらに投資取引に関わ

る多くの方々に、多角的な示唆を与える書籍である。

※筆者が、本書を全て読んだからといって、本書の記述の全てを理解し、かつ著者の意図を完全に理解しているわけではない。本

書評において、本書の記述、著者の意図等について理解不足・誤解等があるとすれば、その責任は全て筆者にあり、著者になりたくないことを記しておく。

(福岡大学法学部教授)